



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告
2024年4月5日
行业：交通运输
增持（维持）

高速公路：防御性和成长性兼具，稳健分红 提升确定性

——交运行业高股息系列（二）

分析师：王亚琪 SAC编号：S0870523060007

主要观点

近年来，A股高股息板块持续受到市场关注。我们认为，高股息板块普遍具备以下特点：①盈利能力稳健；②分红稳定；③波动率相对较低等。从企业性质来看，国有企业或国资控股企业相对较多。我们将在高股息系列报告中梳理交运各子板块中的相关核心标的，本篇报告我们将重点讨论高速公路板块中高股息标的的投资价值。

我们认为，高速公路板块具备较多优质标的，其业务、分红均较为稳定，在中长线能带来相对稳定的回报预期；同时，在市场风险偏好承压时，企业以净资产作为支撑，具备较强的防御属性。此外，高速公路行业进入了成熟平稳期，因此企业扩张投资的高峰期已过，每年预计有较为充沛的现金用来分红，较多企业近年来也不断提高其分红比例。我们认为，中长期来看，高速公路企业的股息率有望保持在5%左右。

建议关注：

- ◆ **宁沪高速**：经营区域主要位于长三角地区，核心路产沪宁高速公路江苏段区域位置优势明显，车流量表现较好；公司持续收购优质路产，完善主业布局的同时进一步巩固在苏南路网中主导地位。
- ◆ **招商公路**：作为综合性的公路投资运营服务商，旗下控股路产区域优势明显且盈利水平良好；同时，公司参股15家公路上市公司，投资收益某种层面上反应出了公路行业整体的走势情况。
- ◆ **皖通高速**：近年来公司逐步提升其分红比例，股息率较高且整体经营较为稳健，在利率下行周期时具备较强配置价值。

风险提示：宏观经济复苏不及预期；航空、铁路运输分流影响加剧；改扩建项目推进不及预期；高速公路政策变更。



目录

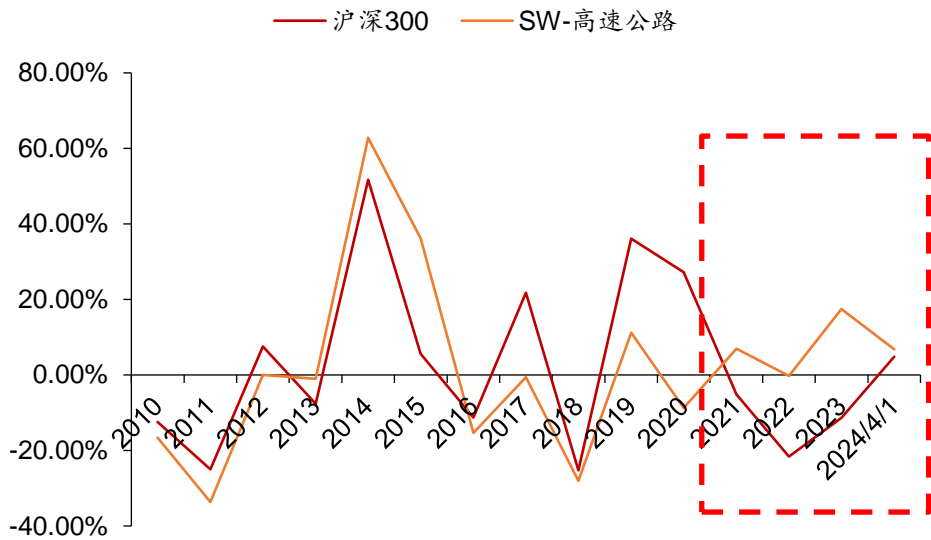
Content

- 一、2021年至今，高速公路板块持续跑赢大盘，弱势市场中凸显防御属性
- 二、高速公路行业盈利主要取决于车流量变动
- 三、车流量提升驱动下，高速公路长期具备增长动力
- 四、高速公路板块核心标的概况
- 五、投资建议及盈利预测
- 六、风险提示

1. 行情回顾：2021年至今，高速公路板块持续跑赢大盘，弱势市场中凸显防御属性

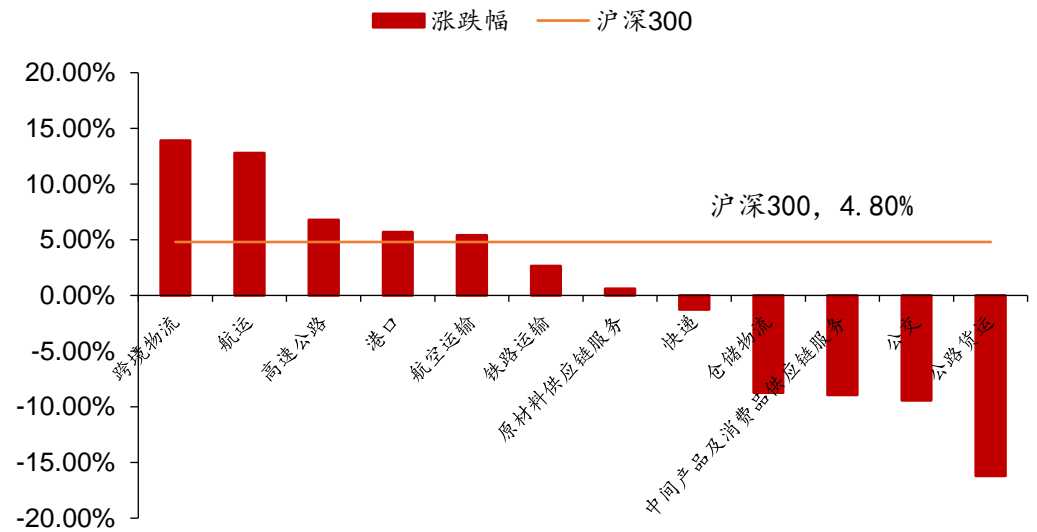
- ◆ 截至2024年4月1日，沪深300指数报3595.65点，年初至今涨幅为4.80%；SW-交通运输报2083.80点，年初至今涨幅为4.43%。子板块中，涨幅靠前的板块分别为跨境物流、航运及高速公路，交运子板块表现较为分化。
- ◆ 2021年至今，SW-高速公路均跑赢沪深300指数。2021-2023年期间，沪深300持续下滑，而SW-高速公路较沪深300的超额收益则逐年递增，分别为12.13%、21.34%、28.84%。我们认为，高速公路板块在弱势市场中具备较强的防御属性。2024年初至4月1日，SW-高速公路跑赢大盘1.97%。

图1 2010年-2024年初至今沪深300及SW-高速公路指数年涨跌幅（单位：%）
（截至2024年4月1日）



资料来源：iFinD, 上海证券研究所

图2 2024年初至今交运各子板块的年涨跌幅（单位：%）（截至2024年4月1日）



资料来源：iFinD, 上海证券研究所



2.1 高速公路行业盈利主要取决于车流量变动

$$\text{路费收入} = \text{收费费率} * \text{车流增长} = \text{货车流量} * \text{收费费率} + \text{客车流量} * \text{收费费率}$$

- ◆ 其中，收费标准由地方政府定价，调整频率较低，因此收入端的变动因素主要是车流量变动。
- ◆ 以浙江省为例，客车通行费=车次费+车公里费率×车辆实际行驶里程数+隧道（桥梁）叠加通行费；货车、专项作业车车辆通行费=车公里费率×车辆实际行驶里程数+隧道（桥梁）叠加通行费。

表1 浙江省高速公路客车车型收费标准（单位：元/车公里、元/车次）

类别	车型分类标准	车公里费率	车次费
1类	≤9座（车长小于6米）	0.40	5
2类	10-19座（车长小于6米）	0.40	5
	乘用车列车		
3类	≤39座（车长不小于6米）	0.80	10
4类	≥40座（车长不小于6米）	1.20	15

资料来源：浙江省人民政府，上海证券研究所

表2 浙江省高速公路货车、专项作业车车型收费标准（单位：元/车公里）

类别	车型分类标准	车公里费率
1类	2轴（车长小于6米且质量小于4500KG）	0.450
2类	2轴（车长不小于6米或质量不小于4500KG）	0.841
3类	3轴	1.321
4类	4轴	1.639
5类	5轴	1.675
6类	≥6轴	1.747

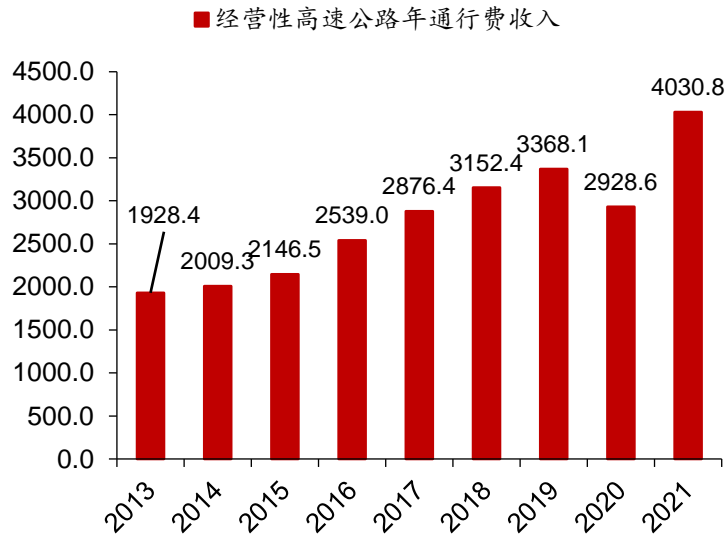
资料来源：浙江省人民政府，上海证券研究所



2.2 区域是影响车流量的关键因素

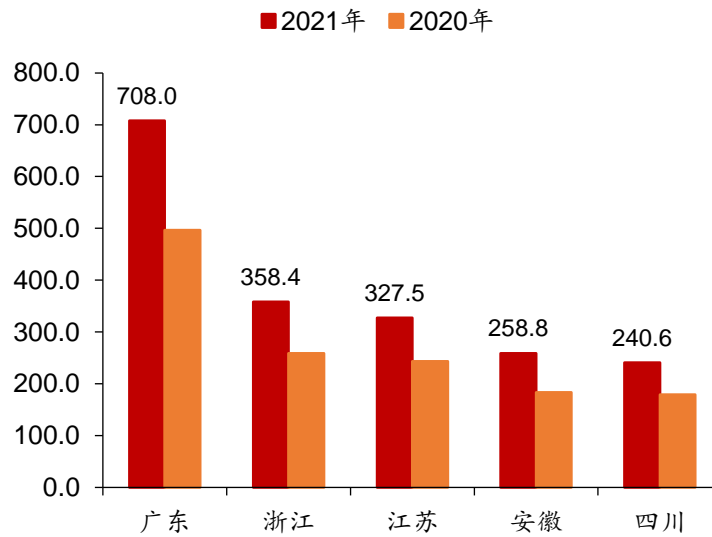
- ◆ 我国高速公路行业已经进入了成熟平稳期，2013-2021年期间全国经营性高速公路通行费收入CAGR达9.65%，除2020年外收入均呈现增长态势且具备较强韧性。
- ◆ **车流量和通行费收入则受到了区域经济发展状况影响。**不同区域的公路盈利能力存在较大差异，2021年全国经营性高速公路通行费收入为4030.81亿元；其中，广东省完成707.97亿元，占比17.56%且排名第一。从2021年各地区的单公里通行费来看，上海、浙江、北京排名靠前。

图3 2013-2021年全国经营性高速公路通行费收入（单位：亿元）



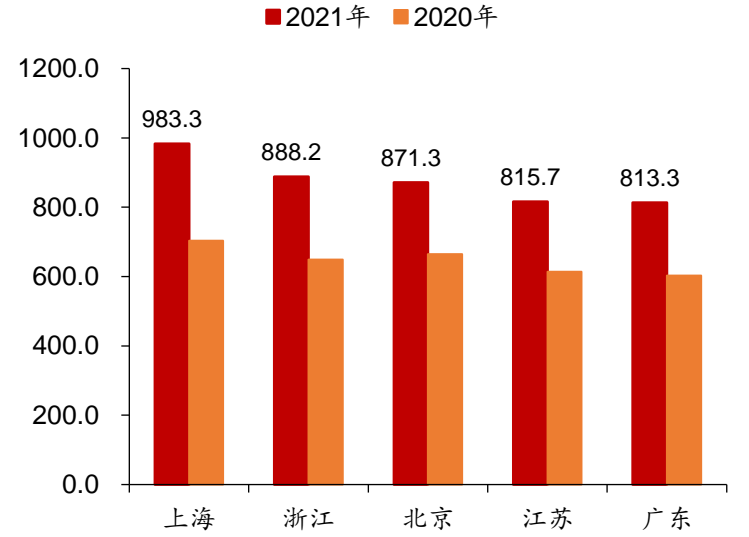
资料来源：iFind，上海证券研究所

图4 2020-2021年各省份经营性高速公路通行费收入前五名（单位：亿元）



资料来源：iFind，上海证券研究所

图5 2020-2021年各省份经营性高速公路的单公里通行费收入前五名（单位：万元/公里）



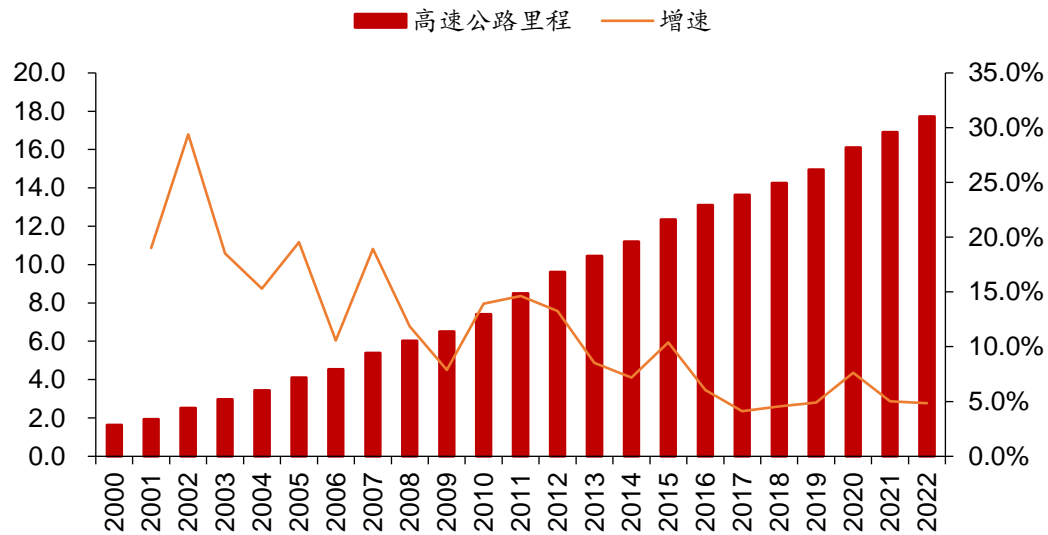
资料来源：iFind，上海证券研究所



3.1 我国高速公路建设力度保持强劲，里程仍有增长空间

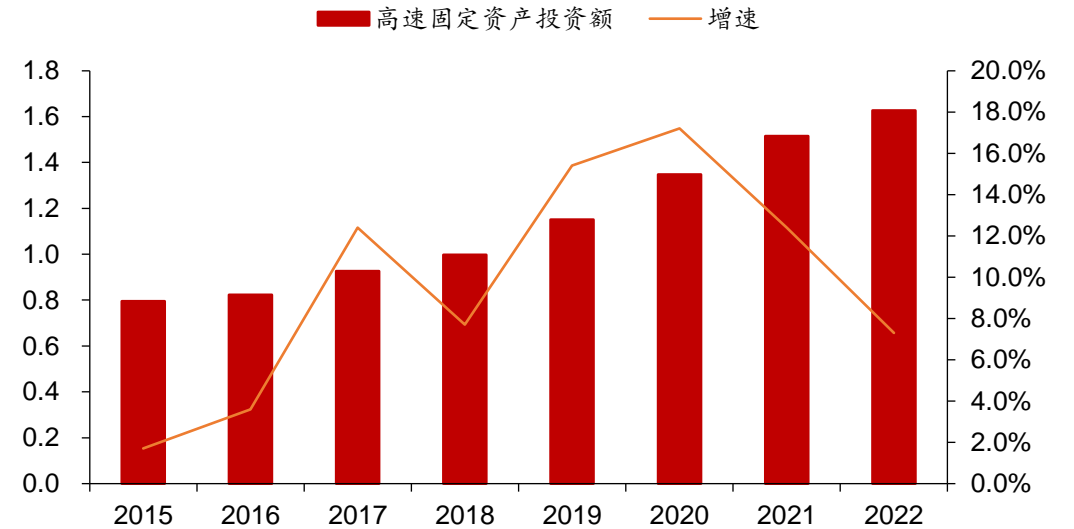
◆ **短期来看，我国高速公路建设仍有空间：**2000-2022年期间，我国高速公路里程保持了持续增长态势。根据iFinD数据，截至2022年底，我国高速公路总里程达到了17.73万公里。根据《公路“十四五”发展规划》，十四五期间，我国将新建改建高速2.5万公里，其中新建2万公里，扩容改造5000公里。此外，2022年我国高速公路固定资产投资额达1.63万亿元，同比增长7.30%，2015-2022年期间CAGR为10.76%，整体建设力度较为强劲。

图6 2000-2022年我国高速公路里程及增速（单位：万公里、%）



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图7 2015-2022年我国高速公路固定资产投资额及增速（单位：万亿元、%）



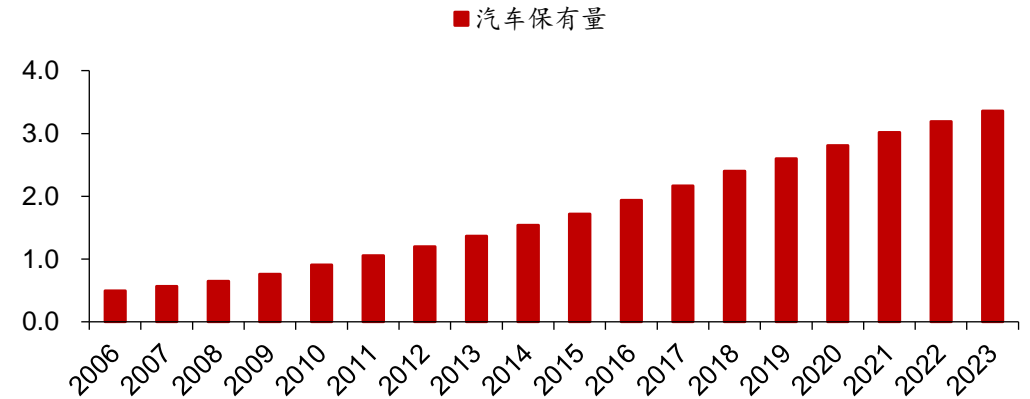
资料来源：交通部、港口科技、中商产业研究院、福建省物流协会、瑞金市人民政府网，上海证券研究所



3.2 车流量提升驱动下，高速公路长期具备增长动力

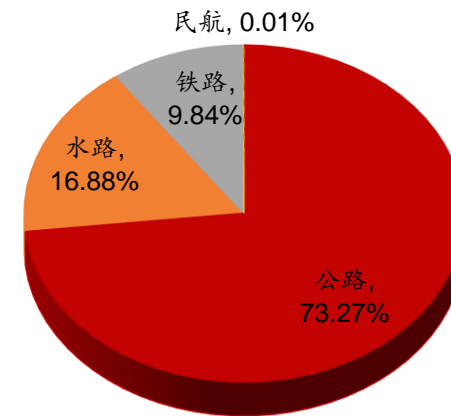
- ◆ **我国高速公路车流量主要以私家车为主：**数据显示，2019年7座及以下小型客车流量约占高速公路总车流量的74%，8座及以上巴士客车流量约占3%，货车流量约占23%。2022年我国高速公路车流量为95.32亿辆，其中9座及以下小客车69.74亿辆，占总车流量的73.16%。
- ◆ **客车车流量受到保有量增长的自然驱动：**根据公安部数据显示，截至2023年底，我国汽车保有量达3.36亿辆，近十年CAGR达9.39%。此外，从2024年春运数据来看，自驾出行成为了最受欢迎的出行方式。我们认为，其背后也是得益于我国汽车保有量的持续增长以及路网结构的不断优化。
- ◆ **我国货运结构仍以公路运输为主体，货车车流量具备支撑：**2022年公路货运量占货运总量的比例达73.27%。我们认为，虽然“公转铁”政策推进结构性物流去成本可能导致公路货运量有多回落，但公路货运需求刚性较强且仍占据主导地位，因此货车车流量底部具备支撑。

图8 2006-2023年我国汽车保有量（单位：亿辆）



资料来源：iFind, 上海证券研究所

图9 2022年我国经营性货物运输结构（单位：% ，按货运量计算）



资料来源：交通发布, 上海证券研究所



4. 高速公路板块重点标的的数据一览 (1/2)

表3 高速公路板块上市公司业绩概况 (单位: 亿元) (2023年前三季度营收从高到低排序、截取营收超过30亿元)

名称	营业收入			归母净利润			FCFE			资本开支		
	2021	2022	2023Q1-Q3	2021	2022	2023Q1-Q3	2021	2022	2023Q1-Q3	2021	2022	2023Q1-Q3
山东高速	162.04	184.86	154.07	30.52	28.55	25.84	41.19	43.07	46.64	84.23	67.29	46.01
宁沪高速	137.93	132.56	116.09	41.79	37.24	40.37	51.63	64.99	-112.09	33.19	40.39	24.03
四川成渝	90.95	99.08	79.92	18.69	7.62	11.19	-20.12	24.77	53.73	36.26	40.68	31.21
招商公路	86.26	82.97	65.75	49.73	48.61	43.63	55.30	91.85	114.27	7.68	7.48	2.64
深高速	108.72	93.73	63.71	26.06	20.14	15.39	64.84	146.60	-9.41	37.98	20.91	12.65
现代投资	157.74	158.74	60.02	6.24	4.33	4.20	122.59	-69.07	16.74	3.29	2.86	2.07
赣粤高速	64.30	67.58	52.23	8.92	6.96	10.84	-4.26	11.91	28.86	5.36	10.51	11.86
城发环境	56.31	63.56	48.08	9.63	10.56	8.78	21.24	31.38	1.09	42.75	25.92	19.20
皖通高速	39.21	52.06	43.44	15.14	14.45	13.51	46.09	5.05	10.56	4.22	13.16	5.72
中原高速	56.07	74.11	38.53	7.43	1.40	9.12	-34.17	38.42	-39.19	3.51	35.44	8.32
粤高速A	52.88	41.69	36.88	17.00	12.77	13.56	14.89	22.13	7.03	5.14	8.75	7.36
东莞控股	53.21	41.04	34.53	9.30	8.29	7.48	-8.29	28.99	4.45	37.62	44.10	25.92

资料来源: iFind, 上海证券研究所



4. 高速公路板块重点标的的数据一览 (2/2)

表4 高速公路板块市值百亿以上公司数据一览 (单位: 元、亿元、%、倍) (截至2024年4月1日)

名称	收盘价	市值	分红率			股息率			PE	PB
			2020	2021	2022	2020	2021	2022		
招商公路	11.09	756.38	49.20%	42.99%	52.68%	2.57%	4.51%	5.33%	13.56	1.34
宁沪高速	11.30	519.90	94.04%	55.46%	62.23%	4.99%	5.34%	5.60%	12.90	1.67
山东高速	8.19	396.43	89.66%	63.05%	67.63%	6.15%	7.75%	7.03%	12.54	1.35
皖通高速	13.75	199.01	41.53%	60.25%	63.13%	3.72%	7.77%	7.52%	13.74	1.80
粤高速A	9.95	194.83	70.11%	70.09%	70.07%	4.81%	7.70%	5.47%	12.73	2.11
深高速	9.76	186.23	45.64%	51.88%	50.02%	4.84%	6.21%	5.14%	9.15	1.16
四川成渝	5.20	136.16	36.27%	18.00%	40.12%	2.52%	2.04%	2.63%	13.40	1.01
赣粤高速	4.56	106.49	88.68%	31.41%	33.56%	5.85%	3.50%	2.95%	9.05	0.60
东莞控股	10.25	106.55	28.47%	30.19%	31.35%	2.48%	2.65%	2.79%	12.37	1.13

资料来源: iFinD, 上海证券研究所



4.1 宁沪高速：江苏省唯一路桥上市公司，路产区域位置优势明显

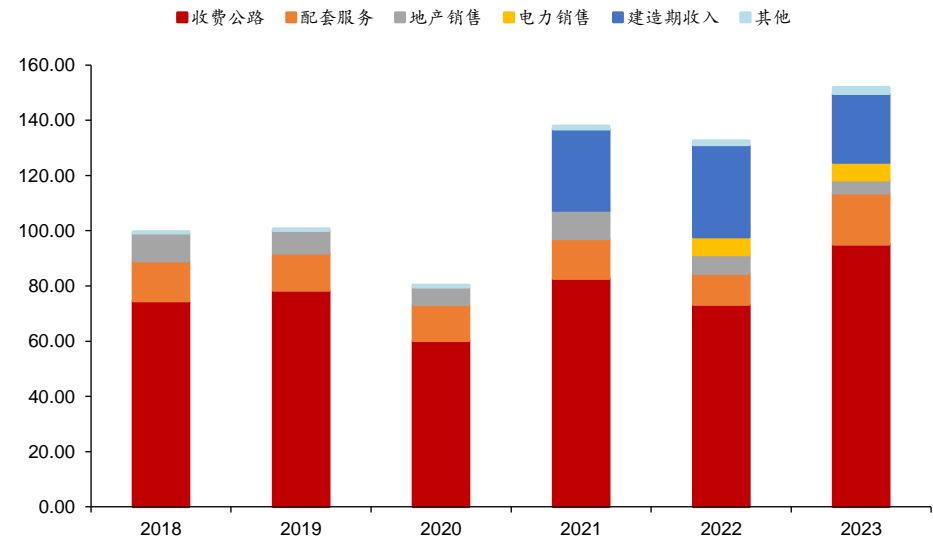
- ◆ **江苏省唯一路桥上市公司，控制或参股的路桥项目达17个：**作为江苏省唯一的路桥上市公司，宁沪高速直接参与经营和投资的路桥项目达17个，拥有或参股的已开通路桥里程已超过910公里。其中，沪宁高速公路江苏段为宁沪高速的核心资产。根据公司公告，2023年沪宁高速流量为10.96万辆/日，同比增长37.79%；日均收入达1438.61万元/日，同比增长22.66%。
- ◆ **经营区域位于长三角地区，路产区域位置优势明显：**公司所拥有或参股路桥项目是连接江苏省东西及南北陆路交通大走廊，区域经济活跃，交通繁忙；且沪宁高速公路江苏段连接上海、苏州、无锡等6个大中城市，是国内最繁忙的高速公路之一。

表5 2018-2023年宁沪高速业绩一览（单位：亿元、%）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入	99.69	100.78	80.32	137.93	132.56	151.92
YOY	5.43%	1.10%	-20.30%	71.71%	-7.05%	14.61%
归母净利润	43.77	42.00	24.64	41.79	37.24	44.13
YOY	21.98%	-4.04%	-41.32%	69.58%	-12.99%	18.51%
扣非归母净利润	38.54	41.86	23.40	36.79	34.24	41.75
YOY	8.08%	8.63%	-44.10%	57.21%	-9.02%	21.93%

资料来源：iFinD，上海证券研究所

图10 2018-2023年宁沪高速各业务营收结构（单位：亿元）

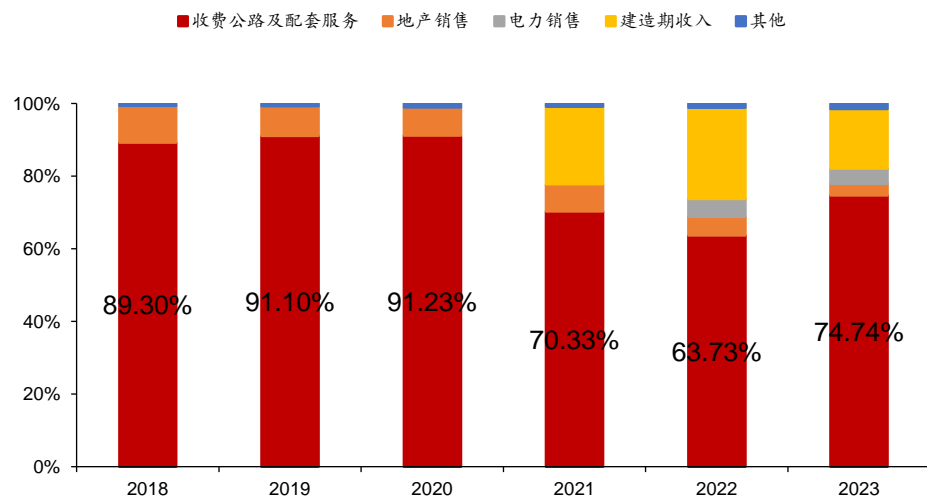


资料来源：公司公告，上海证券研究所



4.1 宁沪高速：2023H1宁沪主业收入占比达75.99%，收费公路业务毛利率显著回升

图11 2023年宁沪主业收入占比达74.74%



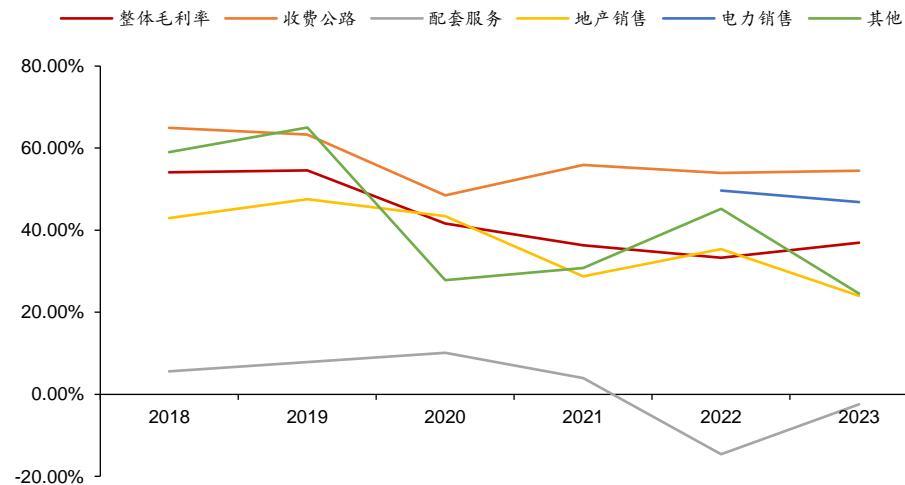
资料来源：公司公告，上海证券研究所

表6 2018-2023年宁沪高速对联营及合营企业的投资收益拆分（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
对联营企业和合营企业的投资收益	5.75	6.49	3.75	7.57	10.87	8.47
- 苏州高速公司	1.99	2.14	1.12	1.64	0.87	1.33
- 扬子大桥公司	1.75	2.05	1.05	3.08	2.25	3.14
- 沿江公司	1.88	1.77	0.73	1.83	4.21	0.58
- 紫金信托公司				0.06	1.68	1.94

资料来源：公司公告，上海证券研究所

图12 2018-2023年宁沪高速各业务毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所



4.1 宁沪高速：拟以52亿元收购苏锡常南部高速公路65%股权，进一步完善布局

- ◆ 为了聚焦主责主业，缓解沪宁高速公路无锡—苏州段交通压力并进一步巩固在苏南路网中主导地位，2023年12月末，公司计划以自有资金出资32.5亿元投资建设无锡至太仓高速公路无锡至苏州段（简称“锡太项目”）。
- ◆ 1月28日，宁沪高速披露收购计划，为进一步扩大在苏南高速公路路网中的资产规模，完善主业布局，提升可持续发展能力，拟作价52亿元向控股股东江苏交控收购苏锡常南部高速公路65%股权。同时，公司还与无锡市交通产业集团签订了一份意向书，以期开展商讨收购其持有的苏锡常南部高速公路22.8%的股权。如果与双方正式签订《股权转让协议》并完成收购，宁沪高速将拥有及控制苏锡常南部高速公路87.8%的绝对控制股权。此外，公司积极寻求对由常州高投持有的12.2%股权进行收购。我们认为，收购完成后，苏锡常南部高速与沪宁高速将构成苏锡常中心城区间的一南一北两条城际交通轴线，进一步完善公司在苏南路网的布局并增加公司优质资产储备。

图13 苏锡常南部高速及公司其他主要收费公路和高速公路连接情况



- 代表苏锡常南部高速
- 代表本集团拥有和经营且与苏锡常南部高速公路紧密相关的收费公路
- 代表本集团预期拥有和经营的收费公路
- 代表连结本集团拥有和经营的收费公路的收费公路

资料来源：公司公告，上海证券研究所



4.2 招商公路：综合性公路投资运营服务商，四大业务板块覆盖公路全产业链

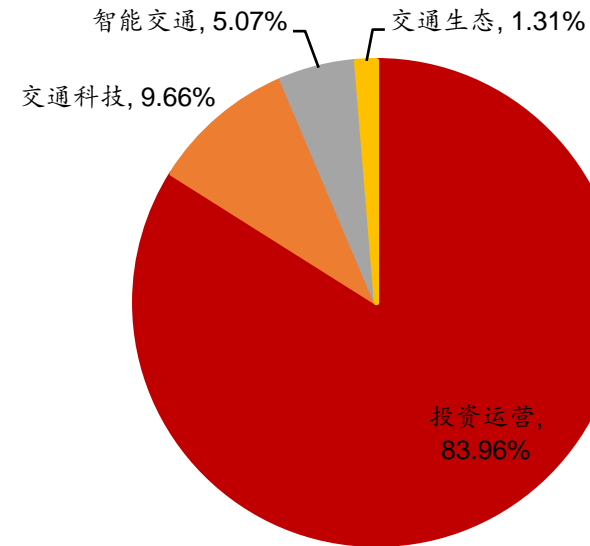
- ◆ **中国投资经营里程最长、覆盖区域最广、产业链最完整的综合性公路投资运营服务商：**截至2023年底，公司投资经营的总里程达 14,745公里；参股 26 家优质收费公路公司，其中 16 家为 A、H 股公路上市公司；管理的收费公路项目共计 26 条，管理里程达 2,008 公里。其中，核心路产京津塘高速、甬台温高速、北仑港高速等均占据重要地理位置，属于国省道主干线，区域优势明显且盈利水平良好。
- ◆ 公司业务包括投资运营、交通科技、智能交通、交通生态四大板块，覆盖了公路全产业链重要环节。其中，投资运营业务为公司核心，2023年公司实现毛利35.97亿元，而投资运营业务实现毛利30.20亿元，占比达83.96%。

表7 2018-2023年招商公路业绩一览（单位：亿元、%）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入	67.59	81.85	70.69	86.26	82.97	97.31
YOY	26.56%	21.09%	-14.75%	22.03%	-3.81%	17.29%
归母净利润	39.10	43.27	22.23	49.73	48.61	67.67
YOY	16.09%	10.65%	-48.87%	123.74%	-2.25%	39.19%
扣非归母净利润	37.12	42.01	18.06	48.45	38.54	50.95
YOY	12.00%	13.18%	-57.02%	168.29%	-20.44%	30.48%

资料来源：iFinD，上海证券研究所

图14 2023年公司各业务的毛利占比（单位：%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所



4.2 招商公路：路产剩余平均年限较长，京津塘改扩建有序推进

◆ **路产剩余平均年限约为14年，京津塘改扩建有序推进：**近十年，公司旗下控股路产仅有4条即将到期，分别为京津塘高速、甬台温高速、北仑港高速、机场高速。其中，北仑港高速和机场高速收费里程较短，分别为49.02及13.69公里。京津塘高速作为公司核心路产之一，其改扩建项目已于2023年12月下旬开工；改扩建完成通车后，项目通行能力和通行效率将得到有效提升，随着京津冀一体化经济的持续发展，预计收入将会稳步增长。

表8 截至2023年底公司旗下控股公路概况（单位：%、公里）

路段名称	位置	公司权益	收费里程	收费到期年份
京津塘高速	京津冀地区	100%	137.64	2029年
甬台温高速	浙江	51%	138.83	2030年
北仑港高速	浙江	100%	49.02	2027年
九瑞高速	江西	100%	53.22	2040年
桂兴高速	广西	100%	53.4	2042年
桂阳高速	广西	100%	67	2037年
阳平高速	广西	100%	39.66	2037年
灵三高速	广西	100%	47	2038年
鄂东大桥	湖北	54.61%	16.89	2040年
渝黔高速	重庆	60%	90.42	2037年
沪渝高速	重庆	60%	84.30	2044年
亳阜高速	安徽	100%	101.3	2036年
机场高速	贵州	60%	13.69	2027年
京台高速	河北	52.25	146.5	2046年
招商中铁		51%	908.31	N/A

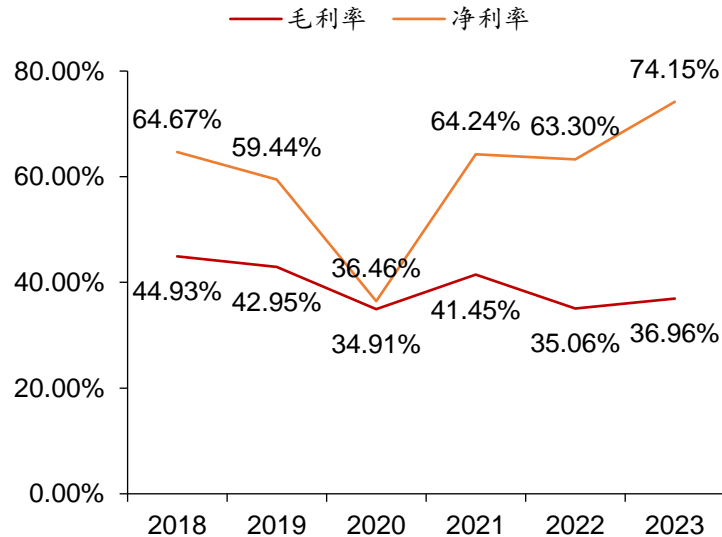
资料来源：公司公告、贵州省人民政府官网，上海证券研究所



4.2 招商公路：ROE稳定，分红比例提升

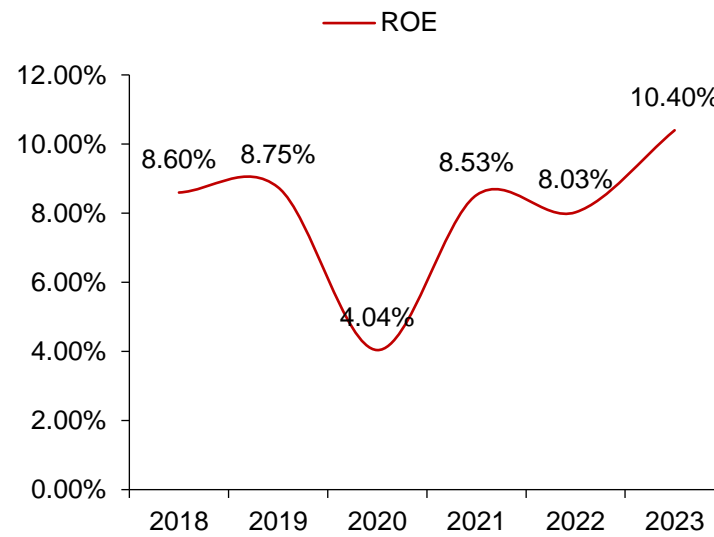
◆ **公司盈利能力较为稳定，分红比例自上市以来提升较大：**截至2023年底，公司实现毛利率36.96%、净利率74.15%，除2020年外，公司整体盈利能力表现较为稳定。上市以来，公司现金分红比例提升较大，从2018年的40.13%提升至2023年的53.52%。2023年4月，公司发布了《未来三年（2022年-2024年）股东回报规划》，公告称公司在符合现金分红条件的情况下，2022-2024年将提高现金分红比例，在公司财务及现金状况良好且不存在重大投资计划或现金支出等事项时，拟以现金方式分配的利润不低于当年合并报表归属母公司股东净利润扣减对永续债等其他权益工具持有者（如有）分配后的利润的55%。

图15 2018-2023年公司销售毛利率及净利率（单位：%）



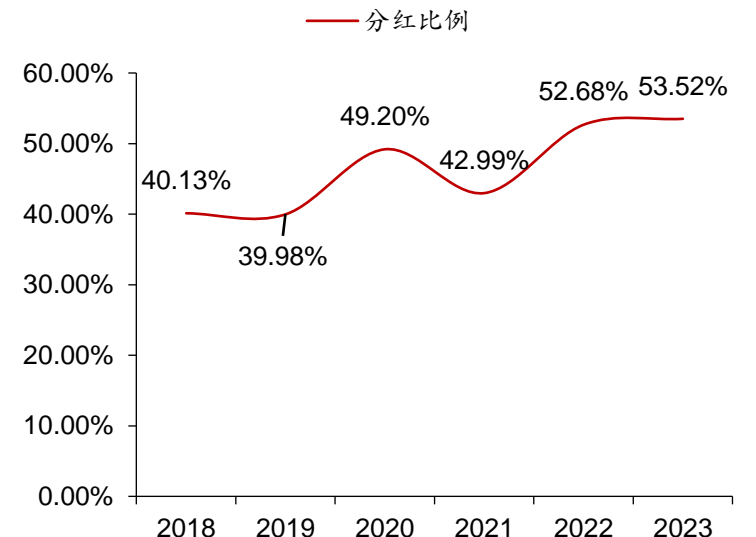
资料来源：iFinD，上海证券研究所

图16 2018-2023年公司ROE（单位：%）



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图17 2018-2023年公司分红比例（单位：%）



资料来源：iFinD、公司公告，上海证券研究所



4.3 皖通高速：安徽省内唯一的公路类上市公司，路网经济效益有望凸显

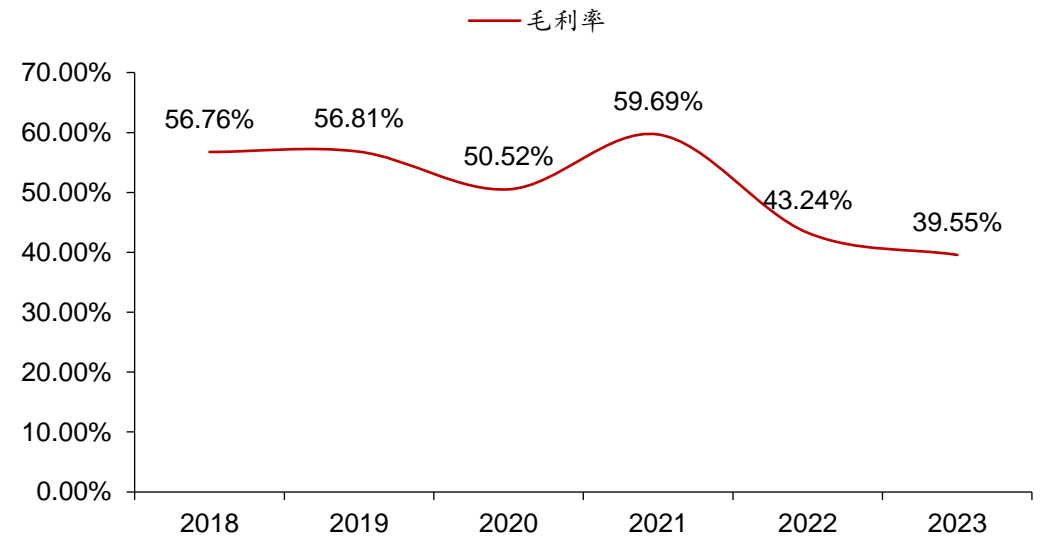
◆ **成立于1996年8月，安徽省内唯一的公路类上市公司：**公司是中国境内第一家在香港上市的公路公司，也是安徽省内唯一的公路类上市公司。主营业务为投资、建设、运营及管理安徽省境内的部分收费公路；旗下拥有合宁高速（G40沪陕高速合宁段、205国道天长段新线、广祠高速（G50沪渝高速广祠段）等安徽省境内的收费公路全部或部分权益。截至2023年底，公司拥有的营运公路里程约 609 公里；同时，公司还提供公路委托代管服务，管理的高速公路总里程达 5296 公里。我们认为，公司经营区域地理位置较为优越，随着国家“长三角一体化”和“长江经济带”发展战略的实施，公司的路网经济效益有望更加凸显。

表9 2018-2023年皖通高速业绩一览（单位：亿元、%）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入	29.67	29.46	26.33	39.21	52.06	66.31
YOY	3.69%	-0.69%	-10.65%	33.65%	32.78%	27.37%
归母净利润	11.23	10.98	9.18	15.14	14.45	16.60
YOY	2.90%	-2.27%	-16.32%	74.19%	-4.57%	14.87%
扣非归母净利润	11.21	10.85	8.38	13.63	14.25	17.36
YOY	1.75%	-3.20%	-22.73%	62.68%	4.55%	21.82%

资料来源：iFinD，上海证券研究所

图18 2018-2023年皖通高速毛利率情况（单位：%）

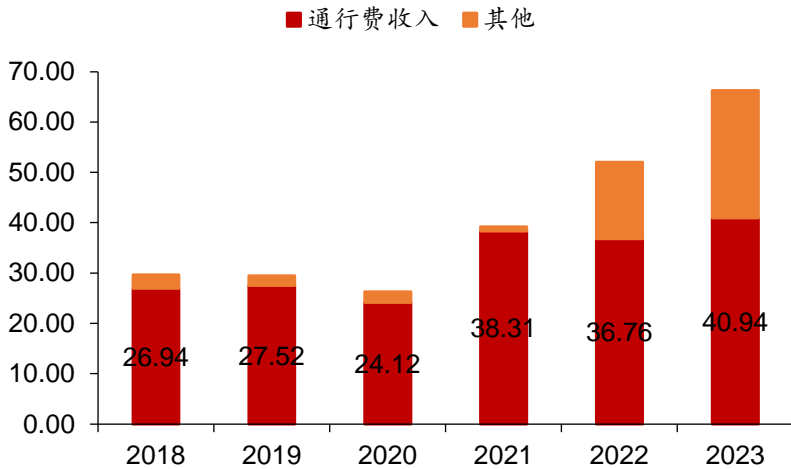


资料来源：iFinD，上海证券研究所



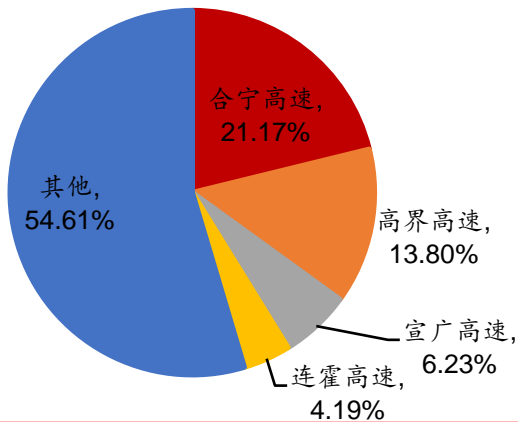
4.3 皖通高速：通行费贡献超过9成收入

图19 2018-2023年皖通高速营收结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图20 2023年皖通高速核心路产收入占比结构（单位：%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

◆ 2022-2023年公司分别录得建造期收入14.18及24.75亿元，若剔除该部分收入，2018-2023年期间通行费收入贡献了超过90%的收入。

表10 2022-2023年公司旗下路产日均车流量、通行费收入及增速（单位：架次、千元、%）

	日均车流量				通行费收入			
	2022	2023	22 YOY	23 YOY	2022	2023	22 YOY	23 YOY
合宁高速	32653	45890	-9.65%	40.54%	1197057	1426608	-0.21%	19.18%
205国道天长段新线	5771	7010	10.04%	21.47%	71583	87480	11.36%	22.21%
高界高速	24964	27721	4.02%	11.05%	926406	929713	3.79%	0.36%
宣广高速	23929	20995	-20.74%	-12.26%	544333	425426	-19.55%	-21.84%
连霍高速	15731	22029	-11.89%	40.03%	254062	283968	-2.29%	11.77%
宁淮高速天长段	35183	45442	-13.82%	29.16%	113021	126184	-1.26%	11.65%
广祠高速	30878	28569	-19.84%	-7.48%	117258	100069	-17.28%	-14.66%
宁宣杭高速	4068	10417	-10.34%	156.08%	94124	284821	-17.59%	202.60%
安庆长江公路大桥	28534	31577	3.44%	10.67%	336807	350907	-4.10%	4.19%
岳武高速安徽段	7942	9455	3.17%	19.05%	133370	149502	0.68%	12.09%

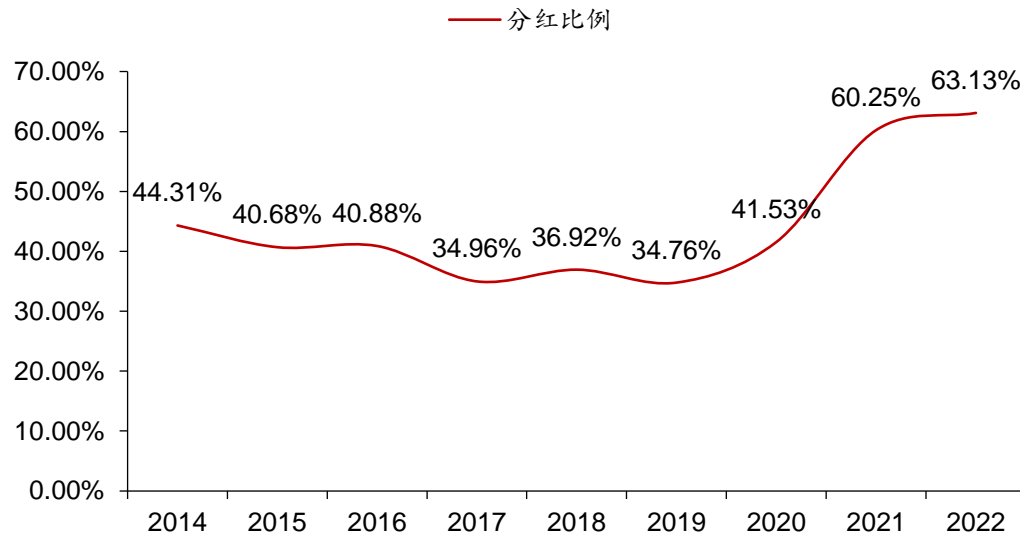
资料来源：公司公告，上海证券研究所



4.3 皖通高速：近年来逐步提升分红比例，比例仍有望进一步提升

◆ 近年来，公司逐步提升其分红比例：① 2021年11月，公司发布《股东回报规划（2021-2023年）》，公告称2021-2023年期间，公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的60%。② 2023年4月，公司公告称，拟以发行股份及支付现金的方式购买安徽交控集团所持有的六武高速100%股权，并募集配套资金。若交易完成，2023-2025年期间，在符合现金分红条件的情况下，公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的70%。2023年7月，公司进一步提升交易完成后的分红比例至不少于75%。根据公司2023年11月的公告显示，该交易未获得股东大会表决通过，但我们认为，若后续收购事项重启，公司可能进一步提升发行价格或分红比例来提高股东收益。

图21 2014-2022年皖通高速现金分红比例（单位：%）



资料来源：iFind，上海证券研究所



我们建议关注：宁沪高速、招商公路、皖通高速。我们认为，① 宁沪高速经营区域主要位于长三角地区，核心路产沪宁高速公路江苏段区域位置优势明显，车流量表现较好；公司持续收购优质路产，完善主业布局的同时进一步巩固在苏南路网中主导地位。② 招商公路作为综合性的公路投资运营服务商，旗下控股路产区域优势明显且盈利水平良好；同时，公司参股15家公路上市公司，投资收益某种层面上反应出了公路行业整体的走势情况。③ 皖通高速近年来逐步提升其分红比例，股息率较高且整体经营较为稳健，在利率下行周期时具备较强配置价值。

表11 宁沪高速、招商公路及皖通高速盈利预测（单位：元、亿元、元/股、倍）

公司名称	收盘价	市值	EPS				现价对应PE			
			2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
宁沪高速	11.30	519.90	0.74	0.88	0.97	1.06	15.3	12.9	11.7	10.7
招商公路	11.09	756.38	0.79	1.08	0.96	1.04	14.1	10.3	11.5	10.6
皖通高速	13.75	199.01	0.87	1.00	1.16	1.23	15.8	13.7	11.9	11.1

资料来源：iFinD，上海证券研究所

*盈利预测取自iFinD一致预期，收盘价截至2024年4月1日



1. **宏观经济复苏不及预期：**若宏观经济增速放缓，可能导致居民消费和出行意愿下降，高速公路行业需求承压。
2. **航空、铁路运输分流影响加剧：**若航空、铁路运输对公路的分流影响加剧将导致公路车流量下滑，影响公路企业营收。
3. **改扩建项目推进不及预期：**若公路企业改扩建项目推进不及预期，将影响优质路产到期年限，降低营收及业绩表现。
4. **高速公路政策变更：**若高速公路相关政策变更，或将影响高速公路企业营收及业绩表现。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

